Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

Olivier Davanne

Où en sommes nous?

- Les besoins en analyse économique de l'approche « fondamentaliste (pure) ».

- Le cas des obligations d'Etat (supposées ici sans risque de crédit).
  - « Modèle des anticipations »: Arbitrage entre un placement monétaire renouvelé au cours du temps et un placement obligataire.

$$(1+r_i)^i = (1+pr_i)^i \prod_{t=0}^{i-1} \left(1+r_1^{at}\right)$$

  - Il faut bien comprendre tous les termes de cette expression fondamentale!
  - Le sujet du « fondamentaliste pur »: politiques monétaires et primes de risque de duration probables à court, moyen et long termes.

- **La discussion des primes de risque obligataires.**

Quelle analyse macro? Les « fondamentalistes purs » (4)

- Le fondamentaliste pur a un sujet très difficile d'évaluation des primes de risque requises par les investisseurs.
  - Analyse de l'offre d'obligations du Trésor et des chocs actuels…
  - Et futurs: **la prime de risque requise dans le modèle fondamental est bien sûr la moyenne des primes de risque qui seront exigées dans le futur par les investisseurs.**
  - Dans un monde rationnel, les chocs futurs sont intégrés dans les prix dés qu'ils sont anticipés (exemple: une hausse prévisible de la dette publique doit faire monter les taux longs dés maintenant. Cf. Les discussions actuelles sur l'impact du QT).
  - A l'heure actuelle, le prix des obligations est de nouveau plutôt corrélé au cours des actions car les deux sont très sensibles aux chocs inflationnistes (cf. la réaction des marchés aux mauvais chiffres d'inflation US publié après notre dernier cours). Mais quid des « betas » à l'avenir (chocs les plus fréquents: offre – inflation - ou demande – crises financières… ?). Question en principe très importante pour l'investisseur « fondamentaliste pur ».

- **Le CAPM ne renseigne que sur la prime de risque de court terme actuelle. Et encore, pas très bien…**

- **Le CAPM, un modèle pédagogique clef, mais ignorant les investisseurs ayant un horizon long:**
  - Le CAPM ne concerne que les investisseurs ayant un horizon court, où le risque d'un portefeuille (mais pas d'un actif isolé..) peut-être mesuré par l'écart-type du rendement.
  - Pour un horizon long, les obligations indexées sur l'inflation émises par un Etat solide constituent le placement sans risque, pas le placement monétaire.

Quelle analyse macro? Les « fondamentalistes purs » (5)

- **Les conséquences des différences d'horizon:**
  - Pour les investisseurs à long terme « benchmarkés », le CAPM ne décrit que leurs choix tactiques.
  - En conséquence, on ne sait pas combien il y a d'obligations longues dans le portefeuille risqué optimal du CAPM – « M» (le stock disponible a pu être acheté « stratégiquement » par les investisseurs longs).
  - Impossible de savoir facilement de quoi est constitué le portefeuille optimal des investisseurs court terme (ce n'est pas le portefeuille de marché facilement observable!). La colossale astuce du CAPM ne fonctionne plus…
  - Il peut ne pas y avoir d'obligations si elles ont été achetées par les investisseurs longs (cas du Royaume-Uni?).
  - L'horizon des investisseur devient un facteur clef de la demande pour les obligations et de la prime obligataire. **Le fondamentaliste pur doit analyser les tendances lourdes en matière d'offre et demande.**

- **Quelle utilisation pratique du CAPM?**
  - Pas utilisé pour les obligations (on aurait la même prime quelle que soit l'horizon des investisseurs, alors que c'est faux!). Comment faire? On y reviendra à la fin du cours.
  - Utilisation pour les primes relatives offertes par les différentes actions (pas absurde de supposer que les investisseurs cherchent à optimiser le couple espérance/écart-type sur ce champ là). Le CAPM est surtout utilisé pour estimer le coût relatif du capital pour les différentes entreprises:

$$E(z_t) = r_t + \beta(E(M_t) - r_t)$$

Quelle analyse macro? Les « fondamentalistes purs » (6)

- **Les actions**:
  - Modèle du « discounted cash flows »: Arbitrage entre un placement en actions qui rapporte un flux de dividendes et un placement dans un portefeuille d'obligations.

$$P=\sum_{i=1}^{+\infty} VAD_i = \sum_{i=1}^{+\infty}\left(\frac{D_i^a}{(1+r_i)^i(1+pr)^i}\right)$$

  - Avec D_i^a dividende anticipé pour la date i.
  - pr : prime de risque requise par les actionnaires. VAD_i valeur actualisée du dividende attendue à la date i. $D_i^a = VAD_i\,(1+r_i)^i\,(1+pr)^i$
  - Ce modèle peut être appliqué de deux façons: en prenant les taux longs observés ou en intégrant les taux longs fondamentaux issus de l'analyse précédente (grosse différence dans le passé récent: beaucoup d'experts pensaient que les actions étaient surévaluées car ils craignaient une hausse sensible des taux longs à moyen terme).

- **Contenu en analyse macroéconomique?**
  - Les dividendes attendus sur une extraordinairement longue période!
  - Très difficile… (plus facile en relatif, i.e. Stellantis contre Renault…).
  - Généralement fait de façon assez superficielle (on prévoit les deux années à venir et on extrapole: nous y reviendrons).
  - Et la prime de risque?

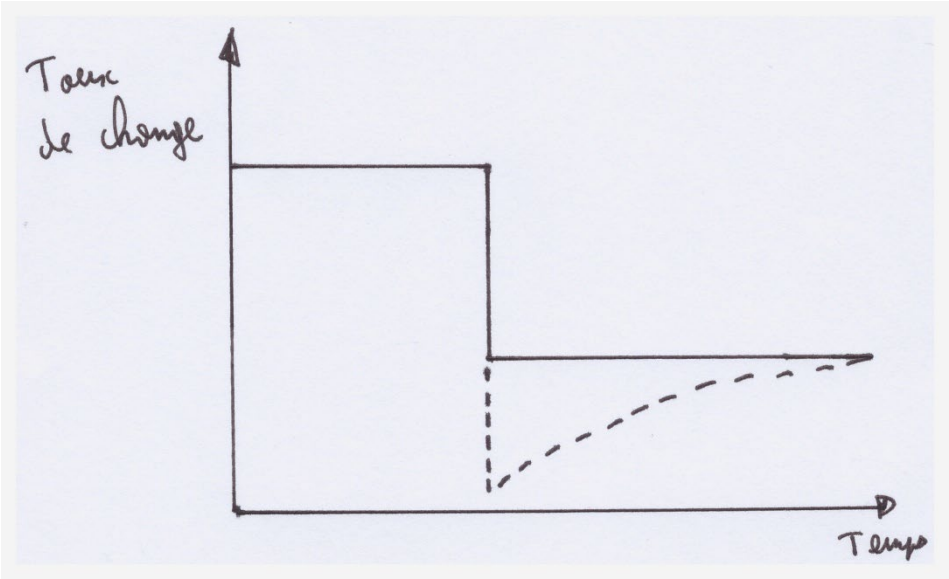
Quelle analyse macro? Les « fondamentalistes purs » (7)

- **Les déterminants de la prime de risque actions:**
  - Plus simple qualitativement: il est (presque) sûr qu'elle est positive!
  - Mais elle dépend de l'incertitude sur les profits (cf. la croyance à la fin des année 90 en la « nouvelle économie »: une économie jugée plus stable grâce à plus d'immatériels – moins d'ajustement violent des stocks et de l'investissement – et de meilleures politiques monétaires).
  - Et aussi de l'horizon (mais de façon moins marquée que sur les obligations).
  - **Et du niveau des taux d'intérêt monétaires. Petite digression d'actualité sur TINA (« There Is No Alternative ») et la finance comportementale…**

- **Les taux de change:**
  - Un mystère; aucun modèle simple d'arbitrage ne s'est imposé depuis le flottement des devises (début des années 70)! Pas complètement étonnant dans ces conditions que ce soit un des marchés les plus instables (ce qui conduit parfois les banques centrales à intervenir). Cf le yen et l'absence de discours fondamentaliste…
  - Le modèle académique dominant est celui de l'overshooting (Dornbusch (1976)).
  - Idée de fond: il existe un taux de change d'équilibre à long terme (parités de pouvoirs d'achats? On y reviendra…). Mais les forces de rappel ne sont pas puissantes et on peut s'en éloigner.
  - Une devise avec des taux d'intérêt plus élevés, après prise en compte des primes de risque, sera surévaluée (l'inverse pour une devise avec des taux d'intérêt bas).
  - De combien? De l'intégrale du différentiel anticipé de taux courts…
  - **Idée fondamentale: la perte de change attendue à long terme doit être juste compensée par la rémunération supplémentaire attendue du côté des taux d'intérêt.**

Quelle analyse macro? Les « fondamentalistes purs » (8)

- **Pourquoi parle-t-on d'overshooting** (surajustement)?
  - Parce que Dornbusch a (malheureusement) transformé son modèle en un modèle monétaire et l'a comparé aux modèles prévalant avant lui…
  - Modèle monétaire: Dornbusch a utilisé la relation théorique unissant taux d'intérêt courts et masse monétaire pour mettre dans le modèle non pas les taux d'intérêt, mais la masse monétaire.
  - Ce qui se passe sur le change si on augmente la masse monétaire:



_____ : ce que l'on croyait avant (hausse des prix et baisse du change immédiate)

- - - - - - - - - : ce qu'a expliqué Dornbusch (baisse du change encore plus forte, car les taux d'intérêt baissent).